

早稲田大学大学院 経済学研究科

博士論文概要書

企業金融とコーポレート・ガバナンス
ー情報と制度からのアプローチー

花崎 正晴

Masaharu Hanazaki

2009 年 8 月

企業金融とコーポレート・ガバナンス ー情報と制度からのアプローチー

企業はその活動に必要な各種の資産を保有し、それらの資産を活用することによって収益をあげる。それらの資産としては、実物資産だけではなく金融資産や無形資産などが含まれる。また、企業が成長あるいは発展していくためには、設備投資などを通じて新たな資産を取得していく行動が必要であり、また逆にリストラクチャリングの一環として資産を売却しなければならない局面もある。

また、これらの資産を取得しあるいは保有していくためには、所要資金をどのように調達することができるのかという重要な問題がある。資産規模が小さい零細企業であれば、企業の内部者が中心となってそれらの資金を拠出することも可能であるかもしれないが、近代的な大企業では外部の投資家から資金を調達するのが一般的である。また、資金調達の形態は、自己資本と負債（他人資本）に大別され、負債のなかにも借入金、社債、企業間信用などがある。

一方、資金を提供する外部投資家は、提供した資金に見合う適正なリターンを企業に対して要求する。より詳しくいえば、金銭的なリターンに関心のある投資家は、企業経営者に対して収益に寄与する投資プロジェクトの遂行や経営効率の改善などを要求し、それらが実現する過程で生み出される果実を受け取ることを期待する。そのような目的のもとで、投資家は企業に対するモニタリングを実施し、必要ならば経営に介入することもある。ここに、コーポレート・ガバナンスの問題が密接にかかわってくる。

企業金融論が取り扱うのは、直接的には上述のような領域であり、企業の資産サイドと資本サイドの連関性に着目して分析が展開される。もっとも、伝統的なモジリアニーミラー（MM）理論によると、企業価値や投資決定の問題と資本構成や資金調達の問題とは分離される。しかしながら、MM理論が成立するのは、摩擦やゆがみのない完全な金融資本市場の存在が前提となる。換言すれば、情報の不完全性や資金の出し手と受け手との間の情報の非対称性が存在する世界や、金融制度などの面で制約が存在し、株式市場や負債市場が有効に機能するとは限らないような世界では、財務政策の問題と企

業価値や投資決定の問題とは関連性を回復する。

本論文では、MM 理論などでは陽表的には取り扱われていない情報の不完全性と非対称性の問題および金融システムなどの制度的な観点を考慮に入れながら、企業金融およびコーポレート・ガバナンスに関する諸問題を理論と実証の両面から考察する。

本論文は、全体で 6 つの章と 1 つの補章によって構成されている。

本論文の導入部である序章「情報と制度からみる企業金融」では、MM 理論およびその発展形態としての最適資本構成の理論等を解説し、それらが想定している世界と現実との対比を論じることによって、情報と制度の重要性を指摘している。

第 1 章「コーポレート・ガバナンス論の系譜」は、バーリー＝ミーンズの本質を捉えた指摘から始まる。彼らは、20 世紀に入って企業組織の近代化や大規模化が進展するなかで、所有と支配の分離が進んだ結果、株主と経営者との利害不一致の問題が発生したことを示唆していたという点で、極めて先見性に富んでいた。そして、のちにエージェンシー理論や不完備契約の理論によってモデル化されていったこのような株主と経営者との利害対立の問題は、コーポレート・ガバナンスを巡る議論の出発点となった。

コーポレート・ガバナンスの問題は、企業が経営者などの私利私欲を抑えて、株主の利益に沿った経営を追求する制度やメカニズムをいかに設計、整えることができるのかを考察するものである。もっとも、この観点は、コーポレート・ガバナンスの問題の出発点に過ぎない。なぜならば、企業が利用する外部資金調達手段は株式のみならず、負債が存在する。債権者も、当然自分の投入した資金に見合う安定的なリターンを要求する。その意味で、債権者によるガバナンスのメカニズムも存在する。さらに本論文では、コーポレート・ガバナンスの問題は、資金の出し手と受け手との関係のなかでのみ議論されるべきものではなく、企業を取り巻く多様なステイクホルダーへの配慮が重要性を増しつつあるという主張が展開される。

株主利益の最大化を目指すアメリカ型のコーポレート・ガバナンスの具体的なメカニズムとしては、株主による経営者のモニタリング、経営者報酬な

どの面でのインセンティブ・スキームの導入、フリーキャッシュフロー問題を緩和するための負債による規律づけ、委任状争奪戦や敵対的買収などの企業コントロール市場の機能を用いた方法などがある。しかしながら、いずれの手段を導入しても、情報の不完全性や非対称性の問題を回避することは容易ではなく、株主と経営者との間のエージェンシー問題は完全には解決しえない。

次には、株主利益の最大化という企業行動命題に固執せずに、企業の存在や目的をより広く多様に捉えることの重要性が指摘される。とりわけ、日本にはメインバンクや企業系列システムに基づくガバナンスなど、アメリカなどにはないユニークなコーポレート・ガバナンス構造が存在する。また、東アジア地域などでは、大企業においても家族支配型のものが多く、そのような企業においては外部投資家の利益がその企業を支配する家族によって搾取される恐れがある。

最後に、ステイクホルダー・ソサエティや企業の社会的責任といったコーポレート・ガバナンス論の新潮流が紹介される。ステイクホルダー型ガバナンスの考え方は、自己の利益を優先する経済主体を前提とするならば、理念的にも現実的にも矛盾をはらんでいると言わざるを得ない。しかしながら、地球環境問題の深刻化などを考慮すれば、さまざまなステイクホルダーの利害を社会的な基準で調整する仕組みとしてのステイクホルダー・ソサエティの基本理念は、今後のコーポレート・ガバナンスを巡る議論のなかで重要性を増すことが予想される。

第2章「日本の経済発展とメインバンク・システム」では、日本の銀行中心の企業金融システムが考察対象とされる。とりわけ、メインバンク・システムは、日本の企業金融とコーポレート・ガバナンスを特徴づけるユニークな仕組みであり、顧客企業に対するモニタリング機能により、メインバンクは企業の設備投資を円滑にファイナンスし、日本経済の発展を後押ししたとの通説がある。しかしながら、日米仏3か国の企業データを用いた比較分析によると、日本企業の設備投資が資金面から促進されたとの証拠は検出されず、日本のメインバンク・システムの有効性は従来考えられていたほど高いものではなかったことがうかがわれる。

次に、企業規模別に設備投資関数を推計してキャッシュフローが及ぼす影響をみると、大企業ではキャッシュフロー制約がゆるいのに対して中小企業ではきついという結果が得られた。また、長期借入金のアベイラビリティが設備投資に及ぼす影響を計測すると、大企業と中堅企業では有意な結果は得られていないが、中小企業においては、有意にプラスの効果がみられた。これらの結果は、信用力に劣り、内部資金が潤沢とはいえない中小企業の一般的な特徴を反映したものと理解できる。

第2章の最後では、郵政民営化や日本政策投資銀行の民営化などの大きな変革にさらされている公的金融に焦点を当てている。日本政策投資銀行の前身である日本開発銀行の融資活動の効果を分析すると、長期のプロジェクト評価を基礎とするモニタリング機能がメインバンクのそれと相互補完関係にあることが実証されている。日本政策投資銀行は、2008年10月から株式会社化されており、従来保持してきたモニタリング機能が株式会社化後の組織においても継承されることが望まれる。

第3章「日本の金融危機と銀行のガバナンス問題」では、日本の金融機関に目を向けて、1990年代以降の深刻な金融危機とその背景を考察する。

日本における金融危機の深刻さは、現象面では90年代後半から2000年代初頭にかけての不良債権の累増や金融機関の経営破綻数の増加に端的に表れている。その背景としては、バブルの生成と崩壊というマクロ現象が主因であるとする見方や80年代以降のグローバルな金融危機が日本に波及してきたという見方などがあげられるが、本章では日本の銀行業のコーポレート・ガバナンスの問題に焦点を当てて、分析を展開している。

日本のような銀行中心の金融システムにおいては、銀行による顧客企業モニタリングの重要性に加え、銀行自体を誰がどのようにモニターし、ガバナンスをきかせるのかという問題（“who monitors the monitor?”）が重要な意味を持つ。ところが、90年代半ばまでの日本の銀行業においては、預金者によるモニタリング、市場競争圧力による規律づけ、規制当局による監督などが、いずれも有効に機能していたとはいえない状況であった。

さらに、日本の銀行業の所有構造を調べると、大口株主のかなりの割合が生保や銀行といった広義の同業他社によって占められていることがわかる。

同業者を大株主に据えている銀行の経営者は、大株主と暗黙のうちに結託ないしは共謀して、経営に対する外部からの規律づけを事実上免れる状態を形作ってきたと解釈することができる。このようなエントレンチメントの状態にある銀行は、バブル期にはより拡張的な行動をとり、バブル崩壊後の業績悪化局面では、本来必要とされたリストラクチャリングが遅れる傾向が観察されている。

このように、銀行経営に対する外部からの規律づけのメカニズムが空白となっていたことが、日本の金融危機を深刻化させ、長期化させた要因の一つであるというのが第3章の主張である。

第4章「日本の企業金融とガバナンス構造」は、日本の法人企業を対象として、企業金融動向およびコーポレート・ガバナンスのメカニズムを詳細に分析するものである。

まず、企業の資金調達動向を整理すると、法人企業全体では高度成長期には外部資金への依存度が高かったが、バブル崩壊後には外部資金への依存から脱し、かわって内部調達への傾斜を強めていった。もっとも、各企業は同質的ではなく、近年においても資金不足により外部資金を調達している企業は相当数ある。そして、外部資金の調達をしている企業に限ってその動向をみると、借入金が決定的かつ主要な調達手段であり、他方株式や社債という資本市場調達は総じて変動が大きく、近年には増資は活発化しているものの、社債による調達は総じて低調である。また、社債発行と銀行借入との関係を定量的に分析すると、企業の資金需要が旺盛な局面では、両者が補完的な関係にあるという興味深い結果が導かれている。さらに、企業間信用に関する分析によれば、企業間信用と他の外部調達手段との間に代替関係が観察される一方で、メインバンクとの緊密な関係を構築している企業は、企業間信用においても与信企業との親密なリレーションシップを尊重して企業間信用を積極的に利用しているという関係が観察される。

日本の企業金融とコーポレート・ガバナンスに関する多様な先行研究のサーベイののち、日本企業のガバナンス構造に関する定量分析が施されている。すなわち、企業データを用いて長期的な企業経営の効率性の向上にいかなるガバナンスの要素が寄与してきたのかを実証的に分析すると、株主による規

律づけは、大口株主に一定の役割が観察されるものの、個別主体別にはロバストな結果が得られてはいない。また、メインバンクのモニタリング効果についても、肯定的な結果は導出されていない。逆に、企業経営に対して有効な規律づけを与えているとみられるのは、製造業部門における市場競争の要因である。この事実は、日本の長期的な経済発展過程において、アングロサクソン型モデルや通説としての日本型モデルでは十分に説明されていないコーポレート・ガバナンスのメカニズムが、主に製造業部門に対して機能していた可能性を示唆するものである。

第5章「企業金融とコーポレート・ガバナンスの展望」では、第4章までの議論を踏まえて、将来に向けての提言や展望を試みている。

まず、金融機関の近年の動向を概観したのち、リレーションシップ型とランザクション型の金融モデルの概念を整理している。そして、DCF法を採用するか否かは、本来的には銀行のビジネスモデル選択の問題と表裏一体の関係にあるべきであるとの論点を提示している。

次には、日本の金融システムの将来を展望している。金融システムの理念型としての市場型と仲介型、また直接金融と間接金融の比較がなされたのち、「貯蓄から投資へ」を巡る論点が整理されている。そして、金融市場の重要性は高まるものの、他方では金融技術の複雑化に伴い個人などが金融市場へアクセスする費用が上昇しており、金融仲介の機能と市場メカニズムとが有機的に結びつく新しいパラダイムが重要性を増すと予想している。また、市場型間接金融に関しては、その意義は認められるものの、サブプライムローンの問題ではオリジネーション機能とリスク負担機能とがアンバンドリングされる市場型間接金融の特徴が、逆に弱点となって露呈したとの認識のもと、資本市場インフラとしての格付けやモニタリングのシステムをどのように整備、構築していくことができるのかが課題であるとの見解が示されている。

2007年夏頃に顕在化した金融危機は、その後深刻化の一途を辿り、2008年9月には大手投資銀行のリーマン・ブラザーズが破綻に追い込まれるという事態が惹起した。今回の金融危機の背景には、主にアメリカにおける証券化の進展と投資銀行のリスクテイキング行動がある。すなわち、証券化に関しては、90年代までは、商業銀行が保有するローンの一部を証券化するとい

う手法が一般的であったが、近年においては、証券化して売却することを前提としてローンを組成する OTD (originate-to-distribute) モデルが広まっていた。

元来商業銀行に比べて規制が緩い投資銀行は、裁定利潤を求めて金融商品に対する投資仲介業務を司るとともに、脆弱なバランスシートの上にレバレッジ投資を積み上げていった。顧客企業の資金調達をサポートするという投資銀行の本来の業務の比重は次第に下がり、成功報酬型の給与体系とも相俟って、過度のリスクテイキング行動に走るに至った。

OTD モデルを情報的な見地からみると、多くの債権を複雑に証券化した金融商品を中心に、情報の非対称性の問題は増幅されており、投資判断においてはより高度な情報的機能が元来求められていた。しかしながら、現実には機関投資家や投資会社は、格付け会社による格付けを拠り所に、投資判断を下していたのが実態であった。しかしながら、格付け会社は、複雑な証券化商品を適切に格付けするようなインセンティブや能力を持ち合わせていなかった。これらが、今回のグローバルな金融危機を惹起した主な背景である。

最後のコーポレート・ガバナンスの展望では、近年の法制度改革の動向が紹介されたのち、委員会設置会社のパフォーマンスが整理されている。これらの分析からは、アメリカ型の株主主権論的なガバナンスが最善であるとは必ずしもいえないとの主張が展開されている。かわりに、地球温暖化などの経済社会のサステナビリティを巡る観点を取り入れた社会的なガバナンスの重要性が指摘され、そのような制約条件のもとで、企業の内部コントロール・メカニズム、金融機関によるモニタリング、資本市場の機能そして市場競争圧力といった伝統的なメカニズムに加えて、従業員、取引先、地域コミュニティなどの多様なステイクホルダーの利害を考慮したガバナンスが機能すべきだとの結論が述べられている。

以上の各章が日本の企業金融、金融システムおよびコーポレート・ガバナンスの問題を取り扱ったものであるのに対して、本論文の最後の補章「東アジア企業のガバナンス構造とアジア危機」では、東アジアの家族支配型企业に関するガバナンスの問題を取り扱っている。特定の家族が株式を集中的に保有し、実質的な支配権を確保している家族支配型企业では、株主と経営者

の間の利害対立は基本的には軽微であり、エージェンシー問題の本質は支配権を持った大株主とそのほかの株主との関係にシフトする。つまり、支配株主とそのほかの株主とは必ずしも利害が一致している保証はなく、支配株主の支配力が高まれば高まるほど、また支配と所有の乖離が進めば進むほど、そのほかの株主が本来稼得すべき利得が支配株主によって搾取される可能性が増す。

このような一種の非効率性がアジア危機の際に露呈して、企業パフォーマンスの悪化を招いたとの仮説を設定し、東アジアの企業データを用いた実証分析を実施する。その結果、支配株主の持株比率が高ければ高いほど、また支配権と所有権との乖離が大きければ大きいほど、アジア危機発生後のパフォーマンスの悪化が激しいという仮説と整合的な結果が得られている。

また、家族支配型企业と家族支配から独立している企業の設備投資行動を比較すると、家族支配型企业は独立企業に比べて、設備投資の内部資金制約が厳しいことなどが明らかになった。この事実は、東アジアの家族支配型企业グループ内で、各傘下企業が円滑なグループ内金融を通じて設備投資資金を融通し合うなどのメカニズムが有効に働いているとは言い難く、加えて外部資金調達に量的あるいは質的な面で必ずしも容易ではなく、結果として設備投資が内部資金にかなりの程度制約を受けていることを示すものであると解釈できる。

外部投資家の利益が支配株主によって搾取されるという家族支配型企業の弊害を緩和するためには、法制度を整え、投資家の権利を保障する仕組みを整えることが重要である。しかしながら、そのような法制度が十分に整っているとは言い難い中国において、長期に渡る経済発展が持続しているというパラドキシカルな現象が観察されることから、法制度と企業金融およびコーポレート・ガバナンスとの関係については、今後も研究の蓄積が必要である。

本論文は、基本的には新たに書き下ろしたものではありませんが、その基礎理論や実証手法、実証結果等は、すでに刊行した諸論文を参考にして、発展させたものであります。それらの原論文は、次の通りです。

序章 情報と制度からみる企業金融

特になし。

第1章 コーポレート・ガバナンス論の系譜

花崎正晴 (2006), 「経済システムとコーポレート・ガバナンス ―米・日・東アジアの比較分析―」 鈴木興太郎・長岡貞男・花崎正晴 (編) 『経済制度の生成と設計』 第13章 421-460 東京大学出版会

第2章 日本の経済発展とメインバンク・システム

花崎正晴・Tran Thi Thu Thuy (2003), 「日米仏の設備投資行動の国際比較―日本人的特徴に関する分析―」 『経済研究』 第54巻 第1号 33-46 一橋大学経済研究所

花崎正晴・Tran Thi Thu Thuy (2002), 「規模別および年代別の設備投資行動」 『フィナンシャル・レビュー』 第62号 36-62 財務省財務総合政策研究所

第3章 日本の金融危機と銀行のガバナンス問題

花崎正晴 (2000), 「日米金融危機のクロノロジー」 宇沢弘文・花崎正晴 (編) 『金融システムの経済学―社会的共通資本の視点から―』 序章 東京大学出版会

Hanazaki, Masaharu and Akiyoshi Horiuchi (2001), "A Vacuum of Governance in the Japanese Bank Management," in Hiroshi Osano and Toshiaki Tachibanaki (eds.), *Banking, Capital Markets and Corporate Governance*, Palgrave, Chapter 6, 133-180.

Hanazaki, Masaharu and Akiyoshi Horiuchi (2003), "A Review of Japan's

Bank Crisis from the Governance Perspective," *Pacific-Basin Finance Journal*, 11, 305-325.

第4章 日本の企業金融とガバナンス構造

Hanazaki, Masaharu and Akiyoshi Horiuchi (2000), "Is Japan's Financial System Efficient?" *Oxford Review of Economic Policy*, 16, 61-73.

Hanazaki, Masaharu and Akiyoshi Horiuchi (2004), "Can the Financial Restraint Theory Explain the Postwar Experience of Japan's Financial System?" in Joseph P. H. Fan, Masaharu Hanazaki and Juro Teranishi (eds.), *Designing Financial Systems in East Asia and Japan*, Chapter 1, 19-46, RoutledgeCurzon.

第5章 企業金融とコーポレート・ガバナンスの展望

特になし。

補章 東アジア企業のガバナンス構造とアジア危機

花崎正晴・劉群 (2003), 「アジア危機とコーポレート・ガバナンス」 花崎正晴・寺西重郎 (編) 『コーポレート・ガバナンスの経済分析－変革期の日本と金融危機後の東アジア－』第13章 339-368 東京大学出版会

花崎正晴・劉群 (2005), 「東アジア企業のガバナンスと設備投資－家族支配型企業に関する実証分析－」 『経済研究』第56巻 第2号 一橋大学経済研究所

Hanazaki, Masaharu and Qun Liu (2007), "Corporate Governance and Investment in East Asian Firms – Empirical Analysis of Family-Controlled Firms," *Journal of Asian Economics*, 18, 76-97.

以 上